



**买入** **25% ↑**  
目标价格:人民币 83.00  
**002769.CH**  
价格:人民币 66.48  
目标价格基础:分部估值法  
板块评级:增持

### 股价表现



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(6.4)	30.2	6.3	0.0
相对深证成指	14.4	23.2	10.7	24.8
				151
				25
				2,460
				167
				净现金
				净负债比率 (%) (2016E)
				25
				主要股东 (%)
				陈书智

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2016年4月8日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

交通运输:物流

魏涛, CPA\*

(8610)66229364

tao.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080004

郭晓露

(8610)66229361

xiaolu.guobj@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514120001

\*李冠一为本报告重要贡献者

## 普路通

### 物流金融锦上添花, 布局“跨境新生态”

公司耕耘供应链管理十年, 专注电子信息及医疗器械行业, 提供一体化供应链服务。基于主业大需求、高成长、高粘性; 内生物流金融低风险、高收益、强协同, 公司结合跨境业务优势, 瞄准医疗器械租赁, 丰富一站式供应链服务。小米供应链进一步提升公司口碑, 客户资源加速扩张。我们给予买入的首次评级, 目标价格 83.00 元。

#### 支撑评级的要点

- **外包比例不断攀升, 供应链管理行业步入增长快车道。**伴随客户需求多样化、企业间竞争日益激烈, 通过供应链服务提高竞争力、提升对市场的响应速度、降低非核心业务的运行成本成为趋势。供应链外包比例的不断攀升加速了行业发展, 据估计, 未来五年供应链服务市场价值将保持 15%的增速, 市场潜力巨大。
- **医疗器械和电子信息业持续高增速, 供应链管理服务需求迫切。**“十二五”规划的推动和居民保健意识的加强拉动了医疗器械进口需求, 销售收入有望保持 20%高增速, 对跨境供应链服务需求巨大。信息技术的变革和产业结构的调整让我国电子信息行业迅猛增长, 行业产品更替迅速, 需要依靠供应链服务提升市场响应速度, 进一步扩大了行业的市场空间。
- **与主业完美结合, 物流金融成为新爆点。**2015年11月, 公司拟定增 9.5 亿元, 其中 7 亿元增资子公司前海瑞泰, 发展医疗器械融资租赁业务。大型医疗设备普遍价格昂贵, 因此融资租赁模式成为了大部分医疗机构的首选。受益融资租赁业的高速发展及政策扶持, 物流金融业务的发展前景广阔。凭借公司在医疗器械领域的优势, 公司将物流金融与现有业务完美结合, 将推动主业与物流金融业务的共同发展。

#### 评级面临的主要风险

- 电子信息及医疗器械行业景气度下行风险; 非公开发行方案未获得审核通过的风险; 物流金融业务进展低于预期。

#### 估值

- 依托强大的跨境供应链服务能力, 未来业务规模有望加速增长。公司将继续巩固供应链服务业务的市场竞争力, 完善全链条服务。2016年定增有望落地, 医疗租赁业务将加速发展, 结合跨境电商、物流金融等系列构想, 打造“跨境新生态”。我们采用市盈率法分部估值, 给予公司目标价 83.00 元, 首次深度覆盖, 给予买入评级。

#### 投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(人民币 百万)	3,133	3,711	4,531	5,554	6,831
变动(%)	(29)	18	22	23	23
净利润(人民币 百万)	108	171	222	290	400
变动(%)	114	58	30	31	38
全面摊薄每股收益(人民币)	1.940	1.230	1.471	1.926	2.654
全面摊薄市盈率(倍)	34.3	54.0	45.2	34.5	25.0
市净率(倍)	9.18	9.85	12.43	11.44	10.17

资料来源: 公司数据, 中银国际证券

## 目 录

公司概况.....	3
供应链管理进入非核心业务外包时代 .....	6
行业发展现状：竞争分散，进入壁垒高 .....	8
受益外包率提升及政策支持，供应链管理行业步入增长快车道	9
医疗器械和电子信息业对供应链管理有现实需求.....	11
公司盈利模式和小米供应链.....	14
关键指标解析：经手货值是关键，投资收益可持续.....	17
竞争优势：建设三大平台，全面服务网络，个性化供应链服务	23
9.5 亿定增瞄准内生医疗租赁需求，完善一站式全链条服务	25
盈利预测 .....	28
估值和投资建议 .....	29
研究报告中所提及的有关上市公司 .....	32

## 公司概况

### 公司聚焦电子信息及医疗器械行业，提供一体化供应链管理服务

公司致力于通过提供供应链管理服务，综合运用包括管理、金融、信息在内的各种手段和工具，创新性地为客户提供包括物流、商流、资金流、信息流和工作流在内的供应链改进方案并协助其执行，为客户提供包括供应链方案设计、采购、分销、库存管理、资金结算、通关物流以及信息系统支持等诸多环节在内的一体化供应链管理服务，以帮助客户提高其供应链的运作效率并降低其运作成本。目前，公司的供应链管理主要服务于电子信息行业和医疗器械行业。

公司业务模式主要分为交易类与服务类。

交易类模式：公司向上游供应商买断货物，再销售给下游客户。

服务类模式：公司作为受托人，协助客户向上游供应商采购。

业务模式的选择取决于下游客户的需求，公司始终保持第三方和中立的角色收取基于经手货值一定比例的服务费。

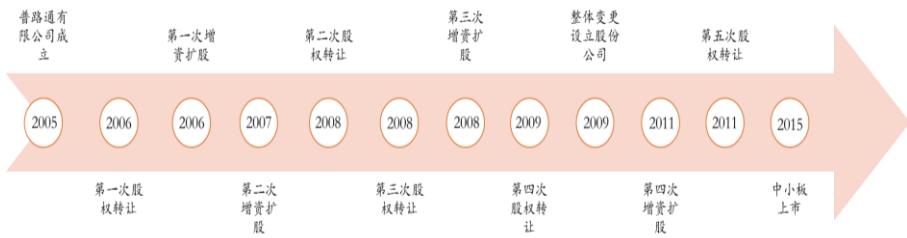
注：公司 2015 年年报已不再对业务模式，即交易类和服务类进行分类。

相较于较早上市的怡亚通，两公司在医疗及电子信息产业均有布局。但普路通专注于国际贸易、海关事务、保税区管理、外汇管理、涉外税务等诸多零散环节的统一整合，提供一站式跨境供应链服务，业务专业性强，门槛高。在 2015 年我国一般贸易进口企业百强榜中，普路通位居第十。对比怡亚通在快消品行业布局的 380 分销平台，普路通则基于自身在跨境业务处理方面优势，将大力发展 B2B2C 模式的跨境电商，业务布局看似相近，实则各有优势。

### 耕耘供应链管理十年，中小板上市再创卓越

2005 年 12 月 19 日，自然人陈书智、张云、赵野、何帆等 7 人以货币资金出资成立了公司前身——深圳市普路通供应链管理有限公司。为了实现在 A 股市场上上市，借助资本市场将业务做大做强，同时进一步完善公司内部控制与治理结构，公司于 2009 年 10 月 22 日整体变更为股份有限公司。2015 年 6 月 29 日，公司在深交所中小板上市。

图表 1. 普路通发展历程

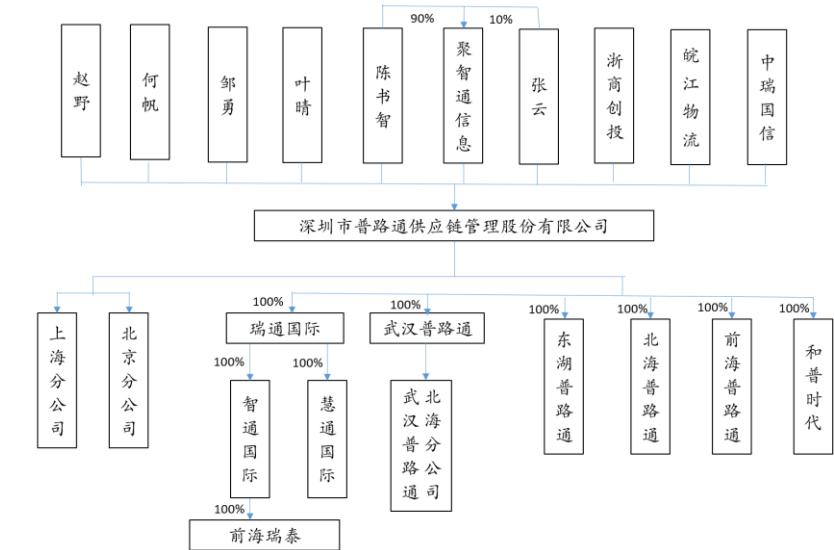


资料来源：公司招股书，中银证券

## 董事长为公司控股股东，持股比例 30.59%

截止至 2015 年 12 月 31 日，董事长陈书智为公司控股股东及实际控制人，持股比例 25.35%。深圳市聚智通信息技术有限公司为其一致行动人，持股比例 5.24%。两者合计持有公司 30.59% 的股份。

图表 2. 普路通股权结构



资料来源：公司招股书，中银证券

## 管理团队深谙“六享八赢”之道，深耕专业供应链服务

“六享八赢”是供应链管理行业的一个流行理论。“六享”指“与员工共享成果、与客户共享成功、与公司共享成长、与社会共享和谐、与供应商共享知识、与伙伴共享经验；“八赢”指“员工赢、股东赢、客户赢、公司赢、供应商赢、伙伴赢、银行赢、社会赢”。

公司管理团队的主要成员都曾在供应链管理行业从业多年，能够清楚了解企业需求，从而有针对性地定制最适合的服务解决方案。较之一般的供应链管理企业，具备高效的商务运作机制、快速的订单处理能力，以及对异常情况的紧急处理能力。管理团队深谙“六享八赢”的理念，在不断深化供应链服务战略的同时，兼顾社会、利益相关者和企业自身三大利益的平衡。

图表 3. 主要股东及高管背景

简历	职位
陈书智 曾先后任深圳市康佳电子总公司品质管理经理、深圳市深飞激光光学系统有限公司销售部经理、深圳中航集团天科机电有限公司总经理、TCL 集团电脑科技有限公司显示事业部经理、西安交大博通资讯股份有限公司副总经理、深圳市联维尔实业发展有限公司总经理、怡亚通副总裁。	董事长
张云 曾先后任怡亚通的客户服务部经理、上海分公司总经理、销售中心总经理。	总经理 董事会秘书
赵野 曾先后任洛阳 014 中心第二研究室工程师、海南省进出口商品检验局工程师、海南华昌科技开发公司副总经理、上海拓海实业有限公司总经理、深圳市大云实业有限公司总经理、怡亚通销售中心事业部总经理。	董事 副总经理
邹勇 曾先后任怡亚通全国物流运作经理、销售中心总经理助理。	董事 副总经理
何帆 曾先后任怡亚通客户服务部经理、销售部副总经理。	董事

资料来源：公司 2015 年年报，中银证券

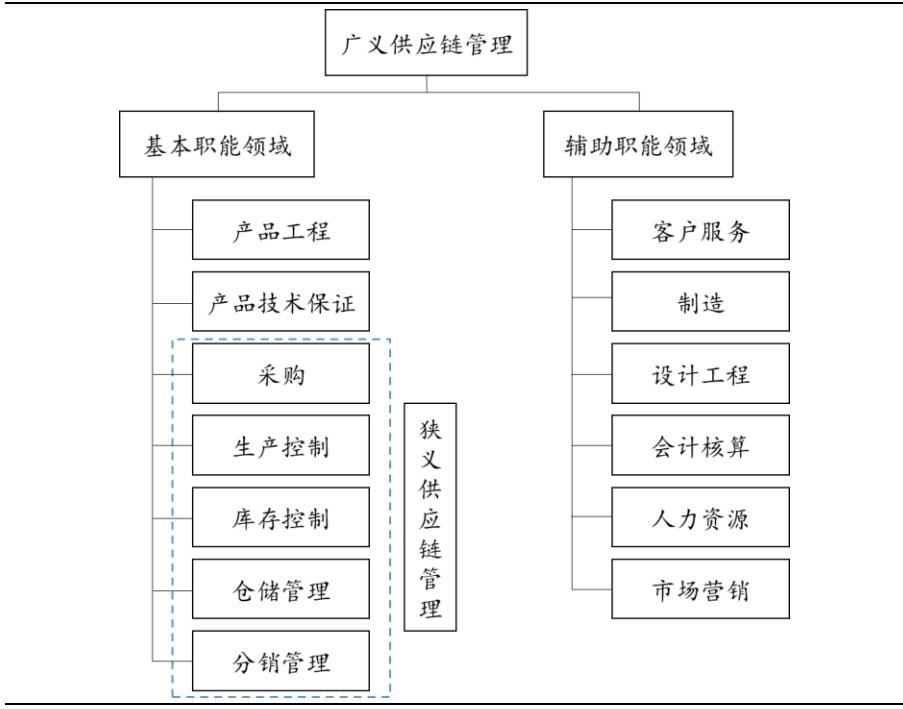
## 供应链管理进入非核心业务外包时代

### 供应链管理的核心在于“五流”最优化

20世纪80年代的欧美国家开始提出供应链管理这一概念，它最初是由物流管理逐步发展的产物，到20世纪末，美国物流管理协会开始将物流定义为供应链的一部分，使得物流管理向供应链管理的理念发展。

供应链管理的实质是一种管理模式和管理理念的更新，它强调供应链上的企业之间通过协同配合与流程优化，使供应链从采购到销售的全过程，商流、物流、资金流、工作流和信息流“五流”均能高效率运作，最终达到使得最合适的产品以最合理的价格、最及时准确地送到消费者手中，以达到缩短供应链响应时间、降低供应链总体交易成本，提高用户满意度，达到整条供应链价值最大化的目的。

图表4. 供应链管理的职能领域



### 非核心业务外包渐成时尚，供应链管理行业开始兴起

全球经济与信息技术的发展使企业的竞争环境发生了根本的改变，推动企业供应链管理模式的变化，经历了从内部高度集成的纵向一体化到内外部部分分离的第三方物流、再到内外部高度协同的供应链管理时代。

#### 1. 纵向一体化管理阶段：内部高度集成以致供应链资源单一

20世纪90年代中期以前，生产企业面对的客户需求较为简单，企业的目标仅仅在于降低产品成本及提高质量。因此企业开发了与大规模生产相配套的内部纵向一体化管理模式，即将产品的研发、采购、生产、加工、仓储、运输、营销等各个环节都集中在企业内部。该模式使企业对供应链的全过程拥有较强的控制力，但内部高度集成导致供应链运营较为僵化，无法对市场需求变化做出迅速反应。

## 2. 第三方物流管理阶段：开启专业供应链服务时代

20世纪90年代末至本世纪初，企业竞争环境进一步加剧，降低价格及提高质量已无法提升企业的竞争优势，企业需要集中精力改善主业。于是纵向一体化的生产管理模式被逐渐摒弃，将自身的物流活动外包给专业物流服务企业的第三方物流模式开始兴起。

## 3. 供应链管理阶段：企业间资源集成打造弹性供应链

自本世纪初以来，企业面对的市场需求呈现多样化特点，个性化定制逐渐兴起。为了增强对环境的迅速应变能力，并充分发挥自身核心竞争力，企业将供应链上的非核心业务，如采购、销售、物流配套等全部或部分外包，而自身则把主要精力放在核心业务上。由于非核心业务外包能促进企业集中有限的资源和能力，创建及保持长期竞争优势，并能达到降低成本、保证质量的目的，因此在市场经济竞争中日益受到企业瞩目。

## 行业发展现状：竞争分散，进入壁垒高

### 行业竞争相对分散，发展空间巨大

由于供应链管理思想传入我国的时间相对较晚，目前我国许多企业对供应链管理的认识尚不够深入，供应链管理的意识不强，大部分中国企业的供应链管理实践仍停留在自营物流和第三方物流阶段。以制造业为例，我国制造业的物流外包比例为 61%，而发达国家大于 70%；我国真正实施供应链管理的制造企业少于 20%，远低于发达国家的 50%。

行业发展的不成熟导致专业从事供应链管理的服务商相对较少，且集中于细分领域，因此专业供应链管理企业面对的是一个相对分散的竞争格局。但日益激烈的竞争环境使越来越多的企业已逐渐认识到供应链管理的价值，行业发展潜力巨大。

### 认证和资质的获得需要长期积淀

供应链管理企业通过为客户提供高效、便捷及专业化的服务，提高客户效率、降低其非核心业务成本从而获得收益。为了更便捷、高效的开展业务，供应链管理企业需要取得海关、商检等管理部门的企业诚信认可，同时还要获得金融机构的资信认可，获得包括银行授信等全方位的金融服务支持。这些相关认证和资质的取得需要长时间行业内的积淀，对新进入企业构成重要壁垒。

### 投入资本高，投资周期长

现代物流及供应链管理服务行业是一个对资本、技术、知识要求较高的行业，投资大，周期长，投入期一般长达两到三年，投入资本至少五千万到一亿元。这是因为该行业只有在拥有相当客户基础，建成广泛的业务网络和操作平台后，才能摊薄其较高的管理费用和系统费用，才能达到为客户降低总体物流及供应链管理费用的目的。因而，进入该行业的投资壁垒较高。

### 合作门槛较高，客户粘度大

在供应链管理服务中，与大型客户建立长期的战略合作门槛较高，大型客户特别是世界 500 强等著名公司，在选择供应链管理服务商方面条件苛刻，要求供应链服务商有健全的运营网络，高效的计算机管理系统，丰富的行业经验，良好的品牌声誉，这使得一般企业很难得到合作认同。但由于为客户量身打造的供应链管理服务具有嵌入式的特点，因此一旦得到大型客户的认同，两者合作将具有高度粘性。

### 供应链管理人才稀缺

供应链管理战略的执行要依仗专业的供应链管理人才。我国现缺乏有效的供应链管理人才培养体系，使得优秀的供应链管理人才严重缺乏。特别是那些在实际操作层面有多年工作经历，既熟悉供应链环节的各项业务，又能对供应链所服务对象所在行业具有相当的理解的人才十分稀缺。同时，由于供应链涉及到区域产业链的整合，地域差异性非常突出，所以那些熟悉本土管理模式、能制定出具有本土特色供应链管理模式的人才也十分稀少，供应链管理服务市场进入的人才壁垒十分明显。

## 受益外包率提升及政策支持，供应链管理行业步入增长快车道

### 全球 BPO 市场保持高增速，2017 年有望破两千亿美元

随着企业间竞争的日益激烈，通过专业化分工、服务外包的手段提高核心竞争力、提升对市场的响应速度、降低非核心业务的运行成本成为企业竞争的主要热点。其中，通过借助专业的供应链管理公司所提供的服务，加速企业对外部环境的反应能力，强化组织的柔性和敏捷性，是现代经济发展的主要趋势之一。

据国际数据公司 IDC 统计，2013 年，包括企业内部运营、企业服务、供应链管理在内的全球业务流程外包 (BPO) 市场约为 1,735 亿美元，同比增长 5.41%。其中：企业服务外包约占 42%；运营外包占 23%；供应链和需求管理外包约占 35%，供应链管理外包市场规模约为 600 亿美元。IDC 预计未来五年全球 BPO 市场规模将以每年 5.7% 的速度增长，并有望在 2017 年达到 2,094 亿美元。

### 行业标准制定启动，将受益多项扶持政策

2015 年 4 月，商务部下达了《2015 年第一批流通行业标准项目计划》，委托深圳市物流与供应链管理协会等制定供应链服务术语、供应链服务企业分类与评估标准，体现了供应链管理作为新兴行业正越来越受到国家重视。

近年来我国出台多项物流行业扶持政策。供应链管理行业目前虽然没有专门的政策法规，但作为在物流及第三方物流基础上发展起来的新兴服务行业，也将显著受益。

图表 5. 其他相关行业政策

发行主体	出台时间	政策文件	政策要点
国务院办公厅	2011.8	《关于促进物流业健康发展的指导意见》	提出切实减轻物流企业税收负担、加大对物流业的土地政策支持力度、促进物流车辆便利通行、加快物流管理体制改革、鼓励整合物流设施资源、推进物流技术创新和应用、加大对物流业的投入、优先发展农产品物流业、加强组织协调等九项举措。
深圳市	2011.11	《深圳市现代物流业发展“十二五”规划》	提出在未来 5 年内，深圳市物流业增加值将会达到 1,500 亿元，初步实现“一高、两市、三中心”的战略定位，即把高端物流业打造成为现代物流业主导业态；加快重要物流节点基础设施建设，着力拓展物流增值业务，促进现代物流业高端化、专业化和集约化发展。
国务院	2014.8	《关于加快发展生产性服务业促进产业结构调整的指导意见》	强调要优化物流企业供应链管理服务，提高物流企业配送的信息化、智能化水平，推广企业零库存管理等现代企业管理模式；引导企业剥离物流业务，积极发展专业化、社会化的大型物流企业。
商务部	2014.9	《关于促进商贸物流发展的实施意见》	提出引导生产和商贸流通企业改变“大而全”、“小而全”的运作模式，剥离或外包物流功能，实行主营业务分离；支持商贸物流企业开展供应商管理库存 (VMI)、准时配送 (JIT) 等高端智能化服务，提升第三方物流服务水平；鼓励生产资料物流企业充分利用新技术和新的商业模式整合内外资源，延长产业链，跨行业、跨领域融合发展。
国务院	2014.9	《物流业发展中长期规划 (2014-2020 年)》	提出到 2020 年物流业增加值年均增长 8%，物流业增加值占国内生产总值的比重达到 7.5%；鼓励物流企业与制造企业深化战略合作，建立与新型工业化发展相适应的制造业物流服务体系；鼓励传统运输、仓储企业向供应链上下游延伸服务，建设第三方供应链管理平台，为制造业企业提供供应链计划、采购物流、入厂物流、交付物流、回收物流、供应链金融以及信息追溯等集成服务，加快发展具有供应链设计、咨询管理能力的专业物流企业，着力提升面向制造业企业的供应链管理水平。

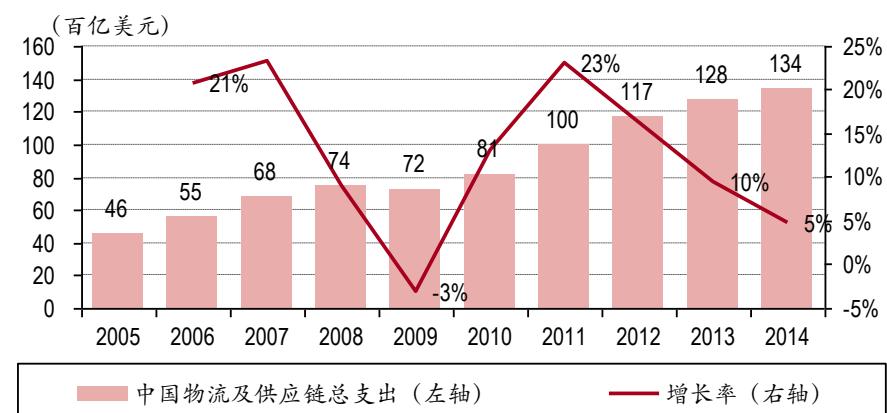
资料来源：公司招股书，中银证券

## 外包比例不断攀升，中国物流及供应链市场价值将超 3 万亿美元

通过加强对整个供应链的管理可以大大降低企业的库存和运输成本，提高企业的长期竞争力已经成为企业的广泛共识。随着跨国企业逐渐将业务的重心转向中国，同时中国企业在面临着降低成本和提升核心竞争力的压力，越来越多的企业通过将非核心业务外包给专业的供应链服务商，专注发展具备核心竞争力的业务。

根据前瞻产业研究院的统计，2014 年我国物流及供应链相关的总支出超过 1.3 万亿美元，同比增长 4.7%。70% 的供应链外包服务提供商在过去的三年中年均业务增幅都高于 20%。美国供应链管理专业协会中国分会预测，未来五年我国物流及供应链服务市场价值的复合增长率将保持在 15% 左右，到 2020 年市场价值将达到 3.2 万亿美元，市场潜力巨大。

图表 6. 中国物流及供应链总支出 (2005-2014 年)



资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

## 医疗器械和电子信息业对供应链管理有现实需求

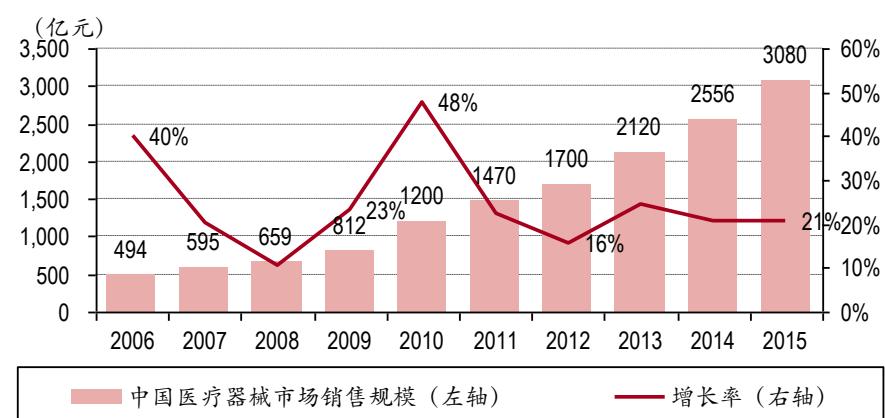
### 医疗器械供应链管理发展前景

#### 1. 医疗器械需求缺口较大，五年后销售收入翻番

国家“十二五”规划明确指出，引导社会资本进入医疗服务领域。近五年来全国医疗机构数目稳步增长，未来几年还将带来大量的医疗基础设施投入。医疗器械作为基础设施的一部分，必然会受益于整个行业扩容所带来的利好。虽然我国医疗器械产业整体发展势头迅猛，但仍无法充分满足国内市场需求，大型高端医疗设备主要依赖进口，与世界医疗器械工业强国仍存在不小差距。

据中国医药物资协会医疗器械分会统计，过去14年来，中国医疗器械市场销售规模由2001年的179亿元增长到2014年的2,556亿元，成为仅次于美国的全球第二大医疗器械市场。据前瞻产业研究院的预测，在“十二五”规划的推动和潜在国内外市场需求的拉动下，2015-2020年我国医疗器械行业将以年均20%左右增速发展，到2020年我国医疗器械行业销售收入将达到5,000亿元左右。

图表7. 中国医疗器械市场销售规模（2006-2015年）



资料来源：中国医药物资协会医疗器械分会，中银证券

#### 2. 医疗服务需求日益多元化，医疗器械加速更新换代

人均可支配收入的增长及自我保健意识的加强，加大了居民对于医疗健康服务的需求，功能简单的医疗器械已不能满足。目前中国超过一半的医疗机构使用的医疗器械面临更新换代，同时我国的医疗器械产品结构也在进行调整，由单纯的化验、诊断、治疗向检验、分析、诊断、治疗、康复、保健、理疗等多功能延伸。此外，人们对疾病预防逐渐重视也促进了对检查诊断等医疗器械如CT机、X光机、超声诊断仪等的需求。

#### 3. 医疗器械价格昂贵，供应链管理有助于降低采购成本

由于国内医疗器械企业普遍在技术上不够成熟，目前高端产品主要依赖进口。2015年，我国医疗器械进口额173亿美元，同比增长9.8%。进口医疗器械普遍价格昂贵，如TOMO放射治疗系统等设备价格高达500万美元以上。

公司的供应链管理服务可以优化销售环节，节省物流、人力及库存成本，提高整条供应链的运作效率，并使最终用户的采购价格也相应降低。随着国内医疗设备需求及进口量的提升，供应链管理服务需求将随之增加，市场前景广阔。

图表 8. 中国医疗器械进口额 (2009-2015 年)



资料来源：中国医药保健品进出口商会，中银证券

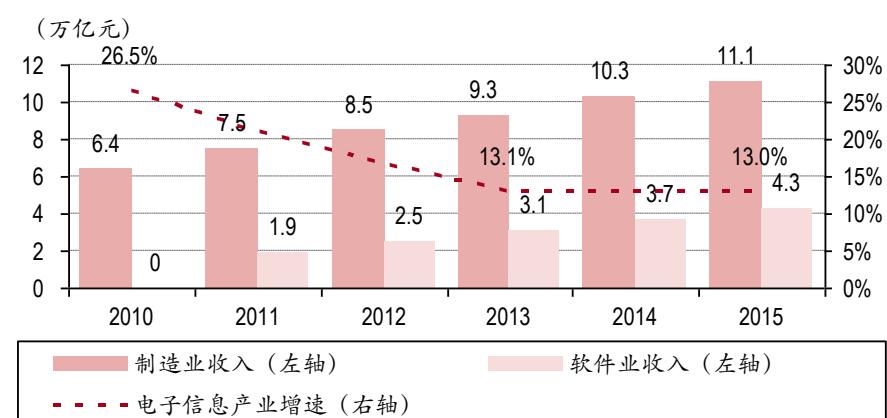
### 电子信息业供应链管理发展前景

#### 1. 产业增速居世界前列，全球第一大市场可期

近年来发达国家的电子信息产品市场普遍萎缩，新兴国家肩负着产业增长的重任。排名前十的国家中，市场规模增速超过 5% 的只有中国、巴西、印度 3 个金砖国家；美国的市场增速仅为 1%，日本等其他国家甚至出现负增长。若增速保持稳定，中国有望在 3 到 5 年之内超过美国，成为全球第一大电子信息产品市场。

根据工信部运行监测协调局发布的《2015 年电子信息产业统计公报》，2015 年我国电子信息产业实现销售收入 15.4 万亿元，同比增长 10.4%，其中，电子信息制造业实现主营业务收入 11.1 万亿元，同比增长 7.6%。电子信息软件业收入 4.3 万亿元，同比增长 16.6%。

图表 9. 中国电子信息产业增长情况 (2010-2015 年)



资料来源：工信部，中银证券

## 2. 信息技术步入加速成长期，产业变革带来新机遇

2014年以来，我国电子信息产业结构调整明显，智能化、网络化、绿色化发展趋势突出，集成电路、平板显示、智能终端、云计算、移动互联网等重点项目及新兴领域稳步推进，带动行业整体发展。据IDC统计，2014年中国智能终端出货量为5亿部，同比增长15.4%。其中智能手机市场出货量超过4亿部，同比增长近20%；平板电脑出货超过2,700万台，同比增长7%；智能手表、智能眼镜等新型可穿戴设备也在快速涌现。

## 3. 行业变化快，供应链管理有效提升市场响应速度

由于电子信息行业技术变革快、产品更新快，因此能快速满足市场需求成为行业内企业的着力点。公司的供应链管理服务可使国内客户由原来的多个供应商供货、通关、配送，简化到由公司提供一体化综合性供应链管理服务。公司集货配送减少了国内客户的人力投入，加强了供应商的协调管理，从而提升市场响应速度，提高市场竞争力。随着我国电子信息产业稳步增长，供应链管理服务的需求将随之提升，市场空间将不断扩大。

## 公司盈利模式和小米供应链

### 公司盈利模式：两大业务模式+三类收费项目

在供应链管理方案实际执行过程中，公司的两大业务模式为：

交易类模式：以买断销售形式获取定额收益，按实际销售价格向客户开具增值税发票。

服务类模式：按经手货值的一定比例向客户收取服务费，仅以收取的服务费金额向客户开具增值税发票。

公司提供供应链管理服务的收费项目主要由三类构成：综合服务费、物流服务费和资金服务费。公司针对不同客户实际业务需求，量身定做其供应链管理服务内容，虽然基本服务主要为“五流”一体化的综合服务，但会根据不同服务的复杂程度及公司投入的成本大小具体调整收取的服务费率。具体标准如下：

图表 10. 三类服务项目收费标准

项目	服务内容	收费标准
综合服务费	供应链方案设计；工作流配合及协调	经手货值的 0.2% - 1%
物流服务费	运输费、仓储费、进出口报关费、保险费、打单费、查车费等	经手货值的 0.1% - 1%
资金服务费	对客户原本在下达采购订单或提货时需要支付的款项进行全额或部分垫付	年化费率为 10% - 15%

资料来源：公司招股书，中银证券

### 品牌效应加速客户培养，小米模式有望复制

公司能够为供应链上的所有参与者提供供应链管理服务及解决方案，客户涵盖品牌持有者、专业生产商、关键零组件供应商及分销商。

注：2015 年公司并未披露具体客户

图表 11. 交易类模式前五大客户（2014 年）

客户名称	营业收入 (万元)	占当期交易收入 比例 (%)
1 曙光信息产业股份有限公司	57,403.19	19.11
2 北京百纳威尔科技有限公司	57,147.16	19.03
3 同方计算机有限公司	48,769.19	16.24
4 GAOXINQIELECTRONICS(H.K)LTD	33,168.10	11.04
5 中国电信（澳门）有限公司	15,575.17	5.18
合计	212,062.81	70.56

资料来源：公司招股书，中银证券

图表 12. 服务类模式前五大客户 (2014 年)

客户名称	营业收入 (万元)	占当期交易收入比 例 (%)
1 小米通讯技术有限公司	9,630.43	75.86
2 上海泰科源贸易有限公司	301.89	2.38
3 冠捷显示科技 (北海) 有限公司	252.20	1.99
4 中外运-敦豪国际航空快件有限公司	86.13	0.68
5 长飞光纤光缆股份有限公司	83.88	0.66
<b>合计</b>	<b>10,354.54</b>	<b>81.57</b>

资料来源：公司招股书，中银证券

公司交易类模式前五大客户营业收入占比较为平均，服务类模式的营业收入则主要来自大客户小米。公司自 2011 年与小米开始合作，当时小米的首款产品尚处于研发试产阶段，直至目前小米的电子产品已经占据同类型产品的较高市场份额。公司一直与小米保持密切的业务合作，并于 2013 年度和 2014 年度分别获得小米授予的“优质服务奖”和“优秀伙伴奖”。

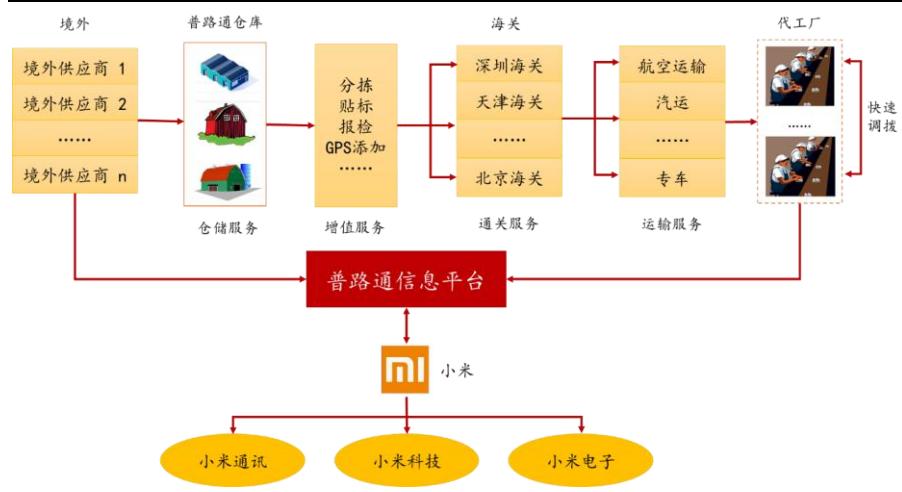
公司根据小米的实际业务需求，有针对性地提供供应链诊断、供应链优化及供应链执行服务。

1. 供应链诊断：针对小米从事的智能终端互联网销售的模式，满足其快捷、节约成本、海量支付等特点，与小米进行深度合作，实现数据共享，充分分析其业务流程中存在的不合理和无效的环节，并进一步通过供应链服务予以优化。

2. 供应链优化：公司在对小米整体业务流程诊断的基础上，与小米共同梳理其业务流程中可以通过供应链服务予以优化的地方，帮助其提高整体效率、降低成本；例如公司通过与小米的配件供应商沟通，在其境外供应商的境内代工厂附近的海关通过“转口贸易”的形式实现就近交付，并快速调拨给小米的代工厂加工生产，不但提高效率，更进一步节约了小米的运输费用、通关费用等成本，体现了公司所提供的供应链服务价值。

3. 供应链执行：小米实行的是非核心业务外包的运营模式，专注于研发和市场营销等核心业务，公司向小米指定的超过 100 个境外供应商采购商品，并提供分拣、贴标、VMI 管理、添加 GPS 定位模块等服务后，按照最经济的原则向境内超过 10 家海关进行申报通关，货物运输价值较大较多且需快速响应，采取包括零担、空运、专车、快递等形式，向其境内为数众多的代工厂及其指定的地点运送货物，并随时根据各代工厂生产进度的不同进行快速调拨以满足其“零库存”生产的要求。

图表 13. 公司对小米的供应链服务流程



资料来源：公司招股书，中银证券

根据公司 2015 年年报的披露，其管理费用的提升主要系开发新客户。目前公司已相继与长城、同方、曙光、创维、小米、澳门电信、光宝集团、烽火科技、DHL、高新奇等多家知名企业建立了长期的战略合作伙伴关系，在业内及“珠三角”客户群体中享有广泛的知名度和美誉度。良好的品牌效应加速公司培养新客户的步伐，与小米高粘性的合作模式有望复制。

图表 14. 公司合作伙伴



资料来源：公司网站，中银证券

## 关键指标解析：经手货值是关键，投资收益可持续

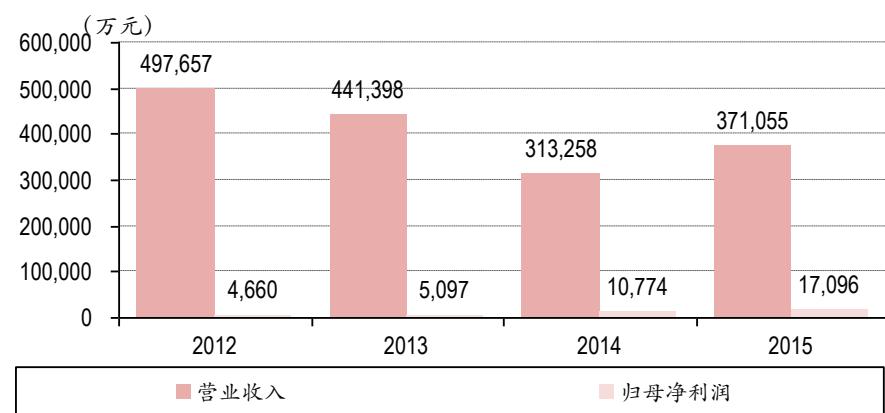
### 行业具有特殊性，部分指标不具备重要参考价值

供应链管理行业的运营模式及业务具有特殊性，导致部分会计科目及财务指标无法真实反映公司业务表现，包括：营业收入、综合毛利率及资产负债率。

#### 1. 营业收入取决于交易类与服务类模式占比

由于交易类模式以销售货物的总额确认收入，服务类模式以向客户收取的服务费确认收入，因此以销售货物的总额确认收入的交易类模式占营业收入的比例较大。营业收入下行仅仅反映了客户更多地选择服务类方式，而非交易类方式进行结算。总体来看，公司2012~2014年的经手货值快速增长，年均复合增长率为78.21%。

图表 15. 公司营收及净利



资料来源：公司招股书，公司2015年报，中银证券

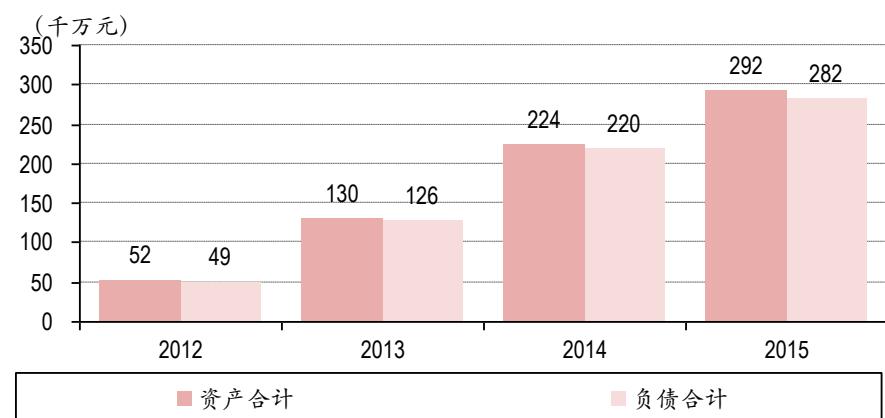
#### 2. 综合毛利率受不同行业及业务构成影响较大

由于公司两种业务的收入确认方式不同，相同会计政策下计算基数的较大差异导致公司综合毛利率偏低。与同类公司相比，又受到不同公司的服务行业及业务构成不同的影响。因此综合毛利率差异较大，无法横向比较，参考价值不大。

#### 3. 行业资产负债率整体较高

公司资产负债率较高，主要是由于公司在提供供应链管理服务时，可以通过银行提供的组合售汇产品进行货款结算降低外币货款的支付成本，导致公司货币资金和短期借款余额较大，使公司资产和负债同时大幅增加所致，这也是供应链管理行业的商业模式和业务特点所决定。

图表 16. 公司总资产及总负债



资料来源：公司招股书，2015 年公司年报，中银证券

### 最佳参考指标：经手货值、服务费率及净利润

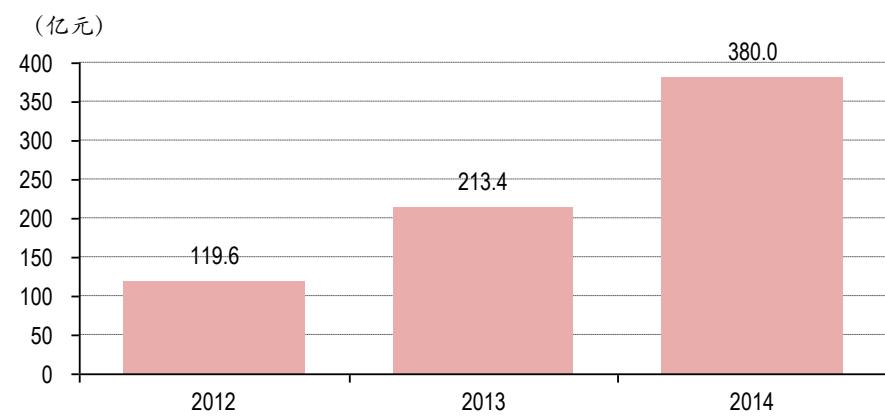
考虑到行业的特殊性，能真正反映该行业公司业务规模及盈利情况的指标包括：经手货值、服务费率及净利润。

#### 1. 交易类模式有所下降，服务类规模翻倍增长

公司近年来经手货值持续增长，最近三年年均复合增长率为 78.21%。分模式来看，交易类模式经手货值逐年下降，2014 年同比下降 30.6%，而服务类模式经手货值则以超过 100% 的速度增长，2014 年达到近 350 亿。

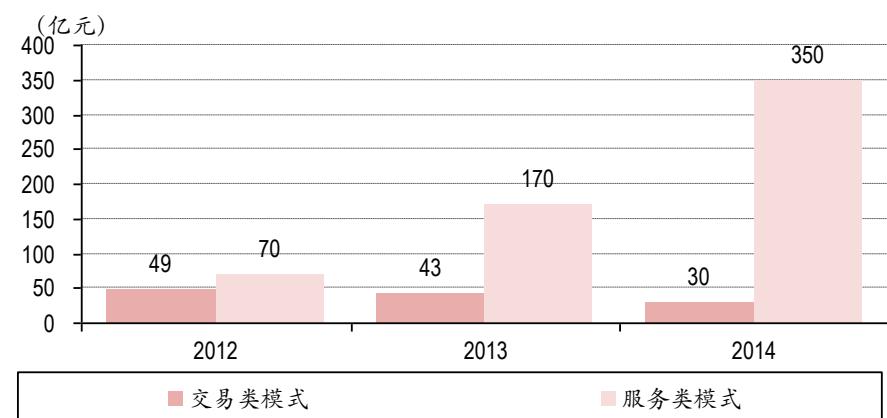
注：2015 年公司并未披露经手货值数据，但是按照营业收入的增长，可推断 2015 年经手货值有显著增长。

图表 17. 公司经手货值



资料来源：公司招股书，中银证券

图表 18. 公司经手货值结构

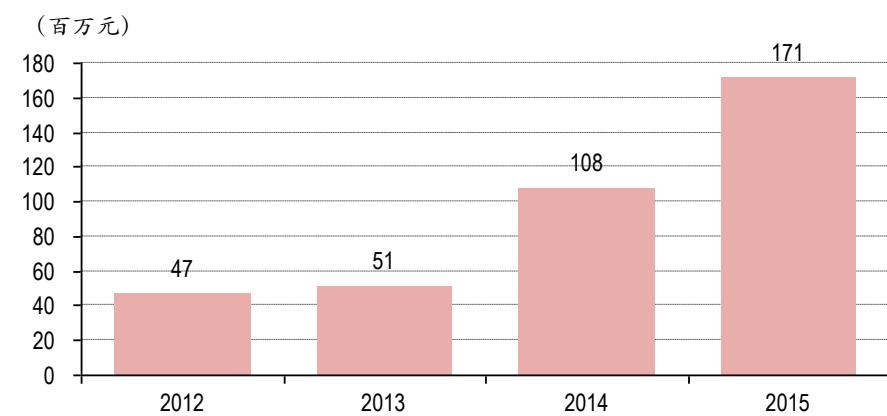


资料来源：公司招股书，中银证券

## 2. 业务规模扩大助推利润提升，服务类上升趋势将持续

近年来，公司归母净利润的大幅增长得益于公司经手货值和服务类模式的快速增长。公司近年来业务结构发生较大变化，交易类模式的规模逐年下降，服务类模式的规模飞速上升。2014 年度来自于服务类模式的毛利占主要部分，占比 60.45%。随着公司的 ERP 系统的成熟，公司服务类模式上升、交易类模式下降的趋势仍会持续。

图表 19. 公司归母净利润

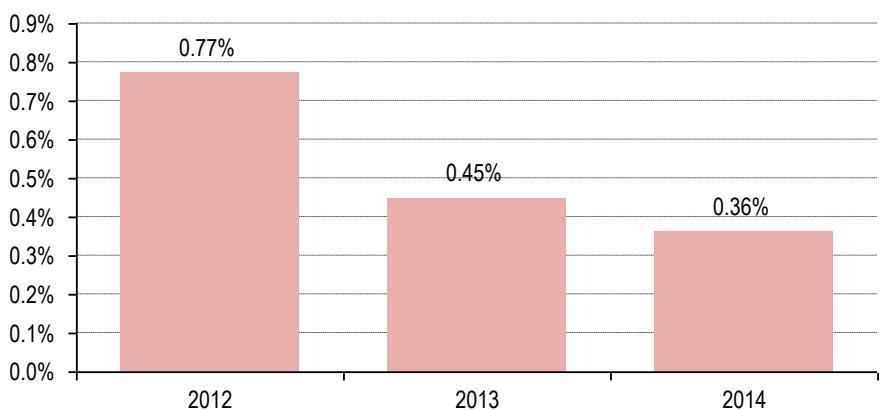


资料来源：公司招股书，2015 年公司年报，中银证券

## 3. 服务费率呈下降趋势，小米收入爆发是主因

近三年，公司服务类模式的平均费率逐年下降，主要是因为公司客户小米业务规模持续爆发。2013、14 年小米经手货值同比增长 260.9% 和 113.7%，因此公司给予其比较优惠的费率，导致公司平均服务费率相应的下降。

图表 20. 公司服务类模式平均费率



资料来源：公司招股书，中银证券

图表 21. 小米经手货值及平均服务费率



资料来源：公司招股书，中银证券

主营业务对外汇交易需求大，购买组合售汇产品是必然选择，会计计法致相关账户受影响

公司的主营业务涉及大量的外汇交易，通过购买银行提供的组合售汇产品，公司在与银行签订相关交易协议时已经可以锁定未来的交割汇率，不受协议签订后汇率波动的影响，近乎无风险收益。但是在组合售汇合约存续期间，需按照会计准则做相应的会计处理。涉及的损益类账户主要有利息收入、利息支出、汇兑损益、公允价值损益以及投资收益，具体影响如下：

**图表 22. 账户影响说明**

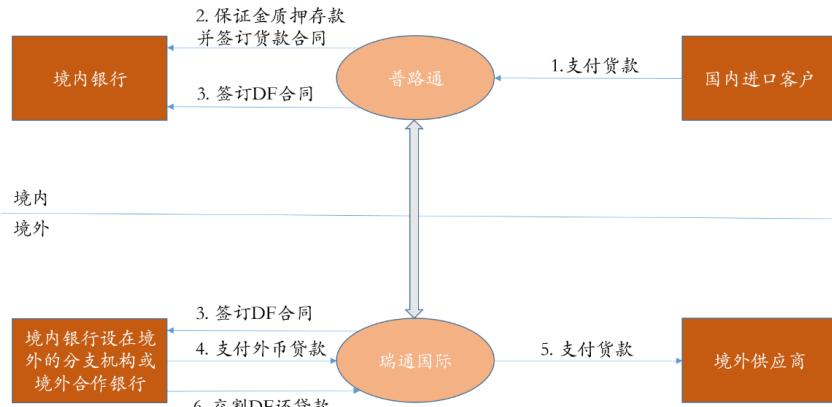
交易日期	交易事项	涉及的损益类账户	数额来源
合约签署日	公司以全额保证金质押，从银行取得外币贷款，由瑞通国际与贷款银行的境外关联银行签署组合售汇产品远期外汇合约	利息收入	保证金存款计息
		利息支出	外币贷款计息
资产负债表日	组合售汇相关合约在交割日前的存续期内，交易双方或多方不会产生现金的流入流出，但会对资产负债表日的会计处理产生影响	利息收入	保证金存款自起息日到资产负债表日所产生的利息收入
		利息支出	外币贷款自起息日到资产负债表日所产生的外币利息支出按资产负债表日即期汇率折算
		汇兑损益	外币贷款由于资产负债表日即期汇率与贷款日即期汇率发生变化产生的账面价值差额
		公允价值变动损益	远期外汇合约由于约定汇率与资产负债表日即期汇率存在差异产生浮盈或浮亏
合约交割日	贷款银行释放保证金，结算贷款利息以及存款利息，由瑞通国际与贷款银行境外关联行对组合售汇产品远期外汇合约进行损益结算	利息收入	按上一个资产负债表日至交割日的实际天数确认
		利息支出	按上一个资产负债表日至交割日的实际天数确认并根据交割日即期汇率折算
		汇兑损益	外币贷款由于资产负债表日即期汇率与贷款日即期汇率发生变化产生的账面价值差额
		公允价值变动损益	按交割日即期汇率与远期外汇合约约定汇率的差额扣除上一个会计期间已经确认的公允价值变动损益后的金额确认

资料来源：公司招股书，中银证券

利息支出、利息收入、汇兑损益是财务费用的主要组成部分，2014年因跨境交易形成的上述三项金额分别在三项目各总额中占比5.3%、3.2%和26.5%。汇率及利率波动会对上述账户产生影响，但基于占比，组合售汇产品对财务费用影响有限。

公司投资收益来自货款保证金理财收益以及购买组合售汇产品产生的汇差收益，两者与经手货值、汇率和利率相关。汇率方面，国内外汇率市场对人民币汇率走势存在一致预期时，可利用单一市场中即期和远期汇率间汇差挣得投资收益；当存在非一致预期时，可在两市场购买反向产品锁定投资收益，可见，不论人民币预期升值或贬值，公司基于汇率的投资收益来源稳定。需要注意的是，此部分投资收益来源会因当年国内外市场汇率波动而变动，在投资收益中占比存在一定的不确定性。影响投资收益的另一因素为内保外贷项下保证金收益，是公司采用内保外贷的支付方式购买银行相关理财产品作为保证金所致，此收益来源较为稳定。

以公司最常用的组合售汇模式为例，其他模式与此类似，运作方式如下：

**图表 23. 组合售汇产品说明**


资料来源：公司招股书，中银证券

- 1) 国内客户将人民币货款支付给公司，由公司向境外供应商支付外币货款；
- 2) 公司将货款作为全额保证金存入境内银行，或按照银行要求购买理财产品作为保证金，以质押方式向银行申请等额外币贷款，并签订质押合同和贷款合同；
- 3) 公司与境内银行或瑞通国际与境内银行（或其设在境外的分支机构）或境外合作银行签订 DF 有本金交割远期外汇合约，用于锁定到期的美元汇率；
- 4) 境内银行通知其设在境外的分支机构或境外合作银行将等额外币贷款支付给瑞通国际；
- 5) 瑞通国际向境外供应商支付货款；
- 6) 贷款到期日，存入境内银行的全额保证金以 DF 合约价交割本金用以偿还外币贷款。

图表 24. 组合售汇与主业关系紧密，可持续性强

关键点	解析	关键点	解析
公司从事组合售汇必须以真实的国际贸易导致的外组合售汇与发行汇货款支出为条件，需要向银行提供贸易项下对外付汇的人正常经营业务必要单据，包括对应的业务合同、委托单、发票、经海关直接相关，是供盖章的报关单核销联等程序性单据、协议。另外，国内仅供应链管理业务体允许 DF (Deliverable Forwards) 产品，需要本金交割。因此，系的组成部分	公司只能基于供应链管理过程中对外付汇业务需求购买产品，获得收益。	通过组合售汇降低对外付汇成本，是供应链管理企业在提升客户供应链运行效率这一目标驱动之下的基本服务	通过组合售汇降低对外付汇成本，是供应链管理业务体系的一低对外付汇成项重要业务内容。对于一般的单个客户而言，由于其对外公司持续从事组合售本，是供应链管支付外币货款的规模较小且不连续，难以符合银行交易的汇具有现实的经济条件理业务体系的一门槛要求，而供应链管理企业可以在提供管理服务过程中项重要业务内容集中客户的付汇资金流，形成规模化优势，通过组合售汇降低支付货款的购汇成本，进而降低采购成本，提升供应链的运行效率。
通过组合售汇所能获得的收益是	目前，供应链企业的盈利主要来源于以下几个方面：以交易价差体现的定额收益、收取服务费、组合售汇管理服务价格的收益及其他收益。供应链企业的服务特点就是一揽子的综合服务，其盈利目标也是一项综合收益的概念。其中，通	无论人民币预期走势如何，银行均会提供组合售汇产品	通过组合售汇降低对外付汇成本，是供应链管理企业在提升客户供应链运行效率这一目标驱动之下的基本服务
部分	一，是公司业务过组合售汇所能获得的收益是供应链企业在确定一揽子综合服务定价的重要考虑因素。	无论人民币预期走势如何，银行均会提供组合售汇产品	公司通过组合售汇，能够获得一定数量的无风险收益，其收益在合约签署日即已锁定，且与到期日人民币对外币的实际汇率无关，仅与合约签订时的即期汇率、合约远期汇率、人民币存款利率和外币贷款利率相关联，而与合约到期日的实际汇率无关，无论合约到期时人民币是贬值或升值、变动幅度有多大，其总的净收益都是锁定的。

资料来源：公司招股书，中银证券

## 竞争优势：建设三大平台，全面服务网络，个性化供应链服务

### “标准化流程管理+个性化解决方案”增加客户粘性

就供应链管理行业而言，真正能够赢得市场与客户的关键还是在于公司提供的供应链管理方案能否解决客户的供应链难题，帮助客户提高效率、降低成本，将客户的非核心业务转变为自身的核心业务，实现自身的价值。

公司服务行业具有时效性和迅捷性的高要求，因此公司建立了一套标准化的服务流程和组织部门架构以快速响应市场需求。同时，公司在为不同客户设计个性化供应链管理解决方案时，需要充分了解客户及其供应商、代工厂等上下游业务链条中每个单元的流程、运营等程序，这种“嵌入式”的服务能够极大地增加双方之间的粘合度，构成相互依存的战略合作伙伴关系。

### “17个物流网点+6个保税网点”拓宽客户来源

图表 25. 公司服务网络布局



资料来源：公司网站，中银证券

公司近年来不断完善服务网络，在香港、北京、上海、武汉、北海、乌鲁木齐都设有分支机构，物流服务覆盖全国 17 个一级城市，在北京、天津、苏州、上海、厦门和深圳 6 个城市开展保税业务。目前公司已完成全国保税物流平台、全国营运平台、物流服务平台三大平台体系的建设，为客户提供全球采购、进出口配送、国际货代、国内运输等一站式供应链管理服务。良好的业务布局能有效地简化作业流程、降低企业的成本和资金周转时间，有助于公司吸引客户资源、扩大市场份额。

### “行业经验+‘智库’支持” 助力业务模式创新

公司高管团队均在供应链管理行业从业多年，对供应链管理业务流程运作娴熟，能够清楚了解客户需求，从而设计最贴合需求的服务解决方案。此外，公司独立董事，行业专家马士华教授是中国最先提出供应链管理概念并从事相关理论研究的学者之一，与华中科技大学、香港理工大学、利丰研究所等共同为公司的业务模式创新提供丰富的“智库”支持。

## 9.5 亿定增瞄准内生医疗租赁需求，完善一站式全链条服务

2015年11月，公司公告拟以不低于49元每股定增不超过1938.38万股，募集资金总额不超过9.5亿元。其中，7亿元拟增资子公司前海瑞泰，发展医疗器械融资租赁业务；2.5亿元拟补充公司流动资金。通过向前海瑞泰增资，公司将正式开展供应链金融业务。

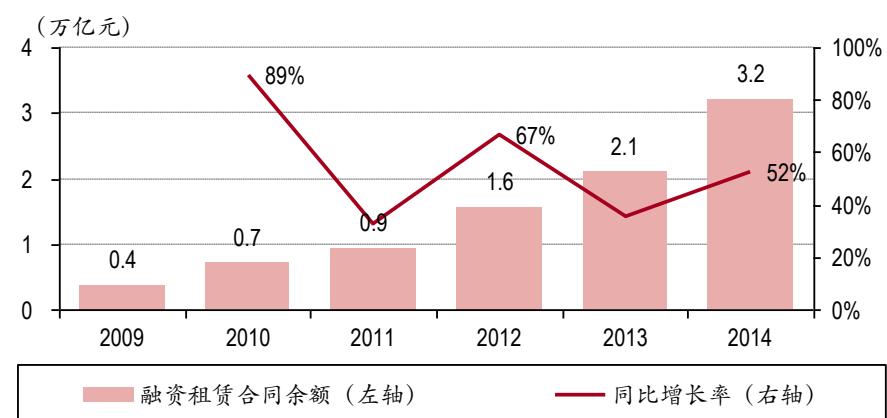
### 医疗器械融资租赁业务优势明显

#### 1. 融资租赁业进入高速发展期，渗透率提升空间大

融资租赁是租赁公司（租赁方）和承租企业（承租方）达成合同约定，由租赁方根据承租方的要求融资购买设备，并在一定时期内将购买的设备租赁给承租方使用的信用性业务。融资租赁的本质在于承租方通过“融物”的方式达到融资的目的。

尽管融资租赁业务最初起源于美国，但受限于体制、政策、信用环境等诸多因素，融资租赁业务在我国的发展相当缓慢。随着中国市场化程度日益扩大，市场机制日益完善，从2006年开始，融资租赁业务进入了新的发展周期。根据中国租赁联盟发布的《2014年融资租赁业发展报告》，截至2014年12月底，全国融资租赁合同余额约3.2万亿元人民币，比2013年底的2.1万亿元增加约1.1万亿元，增长幅度为52.4%。但是我国的融资租赁渗透率在4%左右，还远未达到发达国家市场15-30%的水平，因此我国融资租赁市场还有很大的提升空间和市场潜力。

图表 26. 中国融资租赁合同余额（2009-2014年）



资料来源：中国租赁联盟，中银证券

#### 2. 国家大力扶持融资租赁业，市场前景广阔

为进一步加快融资租赁业发展，更好地发挥融资租赁服务实体经济发展、促进经济稳定增长和转型升级的作用，国务院办公厅于2015年9月印发了《关于加快融资租赁业发展的指导意见》，从改革体制机制、加快重点领域发展、创新发展方式、加强事中事后监管等方面对融资租赁业发展进行全面部署，并提出到2020年融资租赁业市场规模和竞争力水平位居世界前列。

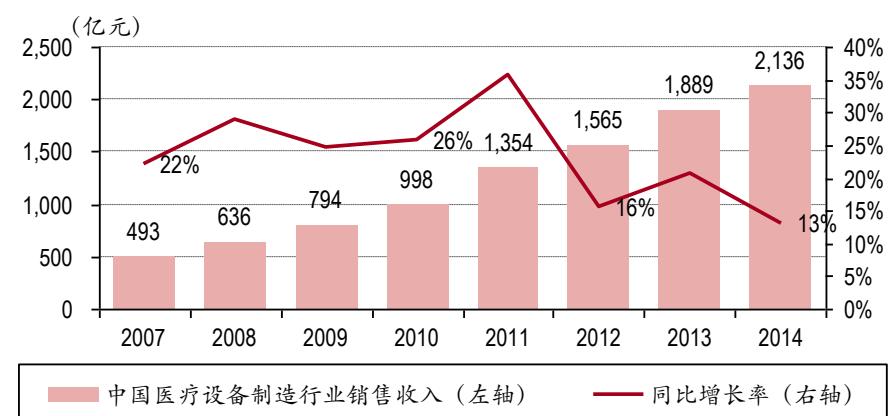
深圳市金融办、深圳市经贸信息委和深圳市人民政府金融发展服务办公室于2014年1月联合印发了《关于推进前海湾保税港区开展融资租赁业务的试点意见》，从市场准入、海关政策、跨境融资政策三大方面提出8条试点意见。该文提出，允许金融租赁公司、外商投资融资租赁公司、内资试点融资租赁公司在前海湾保税港区设立租赁项目子公司并开展融资租赁业务（含融资性租赁和经营性租赁），并按一般公司设立流程在市市场监督管理局办理登记注册手续，不设最低注册资本金限制。

国家层面和多地政府对于融资租赁的扶持，有助于行业发展环境的进一步完善，对于推动融资租赁业规模继续快速增长，及企业发展配套提供了良好的保障。

### 3. 融资租赁模式成为大部分医疗机构的首要选择

根据前瞻产业研究院的统计，2014年，中国医疗设备制造行业规模以上企业实现销售收入2136.07亿元，相比上年同比增长13.10%，医疗设备制造行业增长有所下降，增速相比上年下降了7.62个百分点。从2007年到2014年，销售收入年均复合增长率达到23.3%。

图表 27. 中国医疗设备制造行业销售收入（2007-2014年）



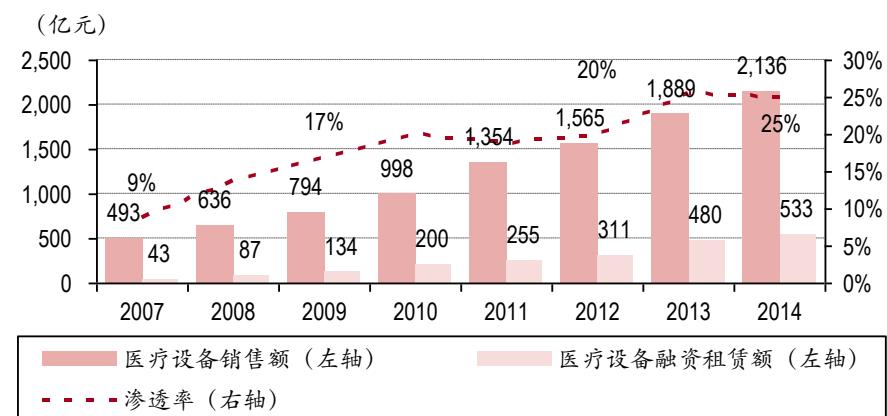
资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

大型、先进的医疗设备具有单件价格高、回收期限长、资金需求大等特点，除少数资本实力雄厚的大型医疗机构外，大部分医疗机构普遍存在短期集中支付能力不足现象。通过融资租赁方式可以有效帮助这类医疗机构解决在引进先进医疗设备过程中存在的短期支付能力不足问题，进而快速提升医疗机构尤其是基层医疗机构的医疗水平。

因此，融资租赁模式目前已成为大部分医疗机构的首要选择。据前瞻产业研究院统计，2007年，我国医疗设备融资租赁渗透率为8.72%，2014年则增至24.96%，可见融资租赁模式需求之大。

美国CIT集团和上海市租赁行业协会联合发布的报告显示，国内超过70%的医疗器械厂商有意进行销售模式创新，未来计划深入了解融资租赁服务，借助创新金融工具帮助客户缓解高昂设备采购成本带来的资金难题。未来随着我国医疗器械市场的快速发展以及融资租赁渗透率的进一步提升，我国医疗器械融资租赁行业发展空间巨大。

图表 28. 中国医疗设备融资租赁渗透情况 (2007-2014 年)

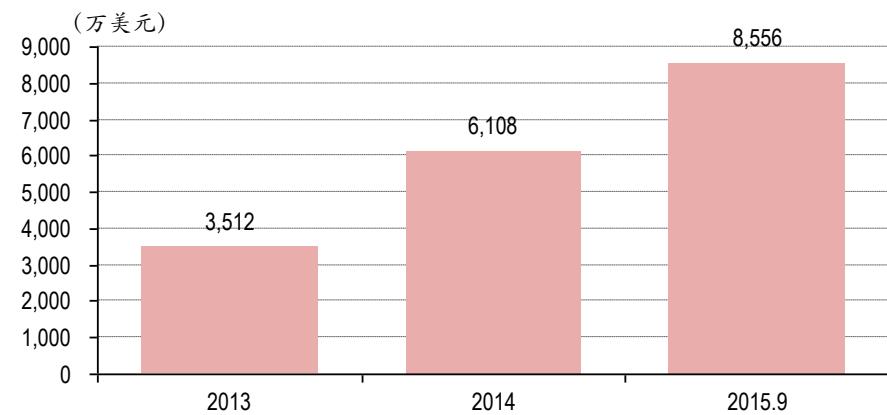


资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

#### 4. 公司医疗器械业务优势为融资租赁业务奠定基础

近年来，公司大力开拓医疗器械领域供应链管理服务，医疗器械领域供应链管理业务实现了快速增长。2014 年度，公司医疗器械类供应链管理项目经手货值已达 6,108 万美元，同比增长 73.89%；2015 年 1-9 月，公司医疗器械类供应链管理项目经手货值已达 8,556 万美元，预计全年将突破 11,000 万美元，同比增长达 80% 以上。公司目前已与包括通用、飞利浦、西门子、瓦里安在内的国际知名医疗器械厂商建立了合作关系，为公司战略布局医疗器械融资租赁领域提供了坚实的基础。

图表 29. 医疗器械类供应链管理项目经手货值



资料来源：公司招股书，公司公告，中银证券

#### 融资租赁业务与公司主业完美结合，助力未来新增长

深圳市前海瑞泰融资租赁有限公司为公司于 2014 年成立的全资子公司，主要致力于医疗器械的融资租赁业务。公司将使用本次非公开发行所募资资金中的 7 亿元向前海瑞泰增资，为前海瑞泰拟开展的医疗器械融资租赁业务提供资金支持。

通过募集资金，公司的资本实力将得到进一步增强。凭借公司在供应链管理行业良好的渠道和品牌优势，公司将融资租赁与医疗器械现有业务相结合，可以满足不同客户的资金支付需求，进而完善公司现有的供应链管理体系，推动主业与融资租赁业务的进一步发展。融资租赁业务将会成为公司新的利润增长点，进一步提升公司利润水平和盈利能力。

## 盈利预测

### 预测假设：

1. 公司交易类、服务类业务预计持续上升，营业收入加速增长；
2. 公司扩大业务规模，加快客户开发进程，预计期间费用将有所增长；
3. 公司投资收益来自货款保证金理财收益以及购买组合售汇产品产生的汇差收益，两者与经手货值、汇率和利率相关。汇率方面，基于汇差来源分析，不论人民币预期升值或贬值，公司均可获得投资收益。另外，基于不断上升的经手货值，保守估计该收益将保持稳定；
4. 随着公司不断成熟，政府补贴金额或有所下降；
5. 2016-2018年，定增中的7亿元将投入医疗器械融资租赁业务，分别按20亿元、30亿元、40亿元业务规模预测，50%净利率计算融资租赁业务净利润；
6. 定增或于2016年第三季度落地，业务数据自第四季度并表；
7. 公司现有股本1.51亿股，本次非公开发行不超过1,938.38万股，总股本按发行后约1.7亿股计算；
8. 其他各项指标水平参照历史经营数据。

### 结论

在上述假设下，经模型测算，增发后公司2016-2018年的归母净利润分别为2.59亿元、5.15亿元和7.00亿元，同比增长52%、98%、36%。对应的每股收益分别为1.52元、3.03元、4.12元。对比增发前盈利数据可见，新增医疗器械租赁业务，公司每股收益大幅上升。

图表30. 公司盈利预测（增发前）

年结日：12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(人民币百万)	3,132.6	3,710.6	4,531.2	5,554.4	6,831.2
变动(%)	n.a.	0.2	0.2	0.2	0.2
归母净利润(人民币百万)	107.7	170.9	221.6	290.1	399.8
变动(%)	n.a.	0.6	0.3	0.3	0.4
全面摊薄每股收益(人民币)	1.9	1.2	1.5	1.9	2.7
全面摊薄市盈率(倍)	35.1	55.3	46.3	35.4	25.7
市净率(倍)	9.4	10.1	12.7	11.7	10.4

资料来源：中银证券

图表31. 公司盈利预测（增发后）

年结日：12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(人民币百万)	3,132.6	3,710.6	4,606.2	6,004.4	7,431.2
变动(%)	n.a.	0.2	0.2	0.3	0.2
归母净利润(人民币百万)	107.7	170.9	259.1	515.1	699.8
变动(%)	n.a.	0.6	0.5	1.0	0.4
全面摊薄每股收益(人民币)	1.9	1.2	1.5	3.0	4.1
全面摊薄市盈率(倍)	35.1	55.3	44.7	22.5	16.5
市净率(倍)	9.4	10.1	13.7	10.5	9.0

资料来源：中银证券

## 估值和投资建议

### 估值

本文选择分部估值法，分别对供应链管理服务和融资租赁双主业进行估值。

供应链服务业务方面，基于业务开展情况、服务领域和未来规划的比对，我们选择怡亚通以及瑞茂通作为可比公司，采用市盈率法对公司的供应链服务业务进行估值。鉴于公司提供一站式跨境供应链服务，专业性强，业务门槛高，我们给予其40倍市盈率，因此可得出该部分市值约为88.6亿元。

融资租赁业务方面，基于业务开展情况、市值大小等因素，我们选择渤海金控、华铁科技作为可比公司，采用市盈率法对公司的租赁新业务进行估值。

鉴于该板块源于其主业的内生需求，盈利高、风险相较可控，但同时考虑其为公司新增业务，我们保守按照区间均值计算，给予其35倍市盈率，得出该部分市值约为52.5亿元。

两者相加后得出公司总市值约为141.14亿元，按增发后总股本约1.7亿股计算，公司合理股价为83元。

图表 32. 供应链管理业务可比公司

#### 供应链管理业务

股票简称	股票代码	收盘价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元)			市盈率(倍)		
				2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
瑞茂通	600180.CH	16.70	170	0.49	0.60	0.82	61.9	51.0	36.9
怡亚通	002183.CH	30.34	315	0.50	0.82	1.24	60.8	36.9	24.5
<b>可比公司均值</b>							<b>60.8</b>	<b>36.9</b>	<b>24.5</b>

资料来源：万得一致预期预测，中银证券

图表 33. 租赁业务可比公司

#### 租赁业务

股票简称	股票代码	收盘价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元)			市盈率(倍)		
				2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
华铁科技	603300.CH	38.74	79	0.44	0.54	0.63	87.2	72.2	61.4
渤海金控	000415.CH	6.82	422	0.24	0.55	0.69	28.4	12.4	9.9
<b>可比公司均值</b>							<b>57.8</b>	<b>42.3</b>	<b>35.7</b>

资料来源：万得一致预期预测，中银证券

图表 34. 估值方法

	净资产 (亿元) (2016E)	净利润 (亿元) (2016E)	估值方法	市盈率 (倍)	估值 (亿元)
供应链管理业	10.17	2.22	PE	40	77.6
租赁业	7.00	1.50	PE	35	60.0
估值合计					<b>137.6</b>
总股本(亿股)					1.7
合理股价(元)					<b>83</b>

资料来源：中银证券

## 投资建议

依托强大的跨境供应链服务能力，公司积累了良好的业务口碑，服务经验不断成熟，未来业务规模有望加速增长。公司将继续巩固供应链服务业务的市场竞争力，完善全链条服务，打造一站式全球交付平台。2016 年定增有望落地，医疗租赁业务将加速发展，公司开启多维度供应链服务布局。结合跨境电商、物流金融等系列构想，打造“跨境新生态”。我们采用市盈率法分部估值，分别给予供应链服务和医疗租赁 40 倍和 35 倍市盈率，公司目标价为 83.00 元，首次深度覆盖，给予买入评级。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,133	3,711	4,531	5,554	6,831
其他业务收入	0	0	0	0	0
<b>营业总成本</b>	<b>3,509</b>	<b>3,898</b>	<b>4,730</b>	<b>5,672</b>	<b>6,820</b>
营业成本	2,963	3,506	4,148	4,908	5,807
其他业务成本	0	0	0	0	0
营业税金及附加	1	1	1	1	1
营业费用	67	44	55	69	86
管理费用	62	87	117	158	212
财务费用	412	256	403	530	705
资产减值损失	3	5	6	7	9
公允价值变动收益	14	(67)	14	14	14
投资净收益	486	423	423	423	423
<b>营业利润</b>	<b>124</b>	<b>168</b>	<b>239</b>	<b>320</b>	<b>449</b>
营业外收入	1	32	22	22	22
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>125</b>	<b>200</b>	<b>261</b>	<b>342</b>	<b>471</b>
所得税	17	29	39	51	71
<b>净利润</b>	<b>108</b>	<b>171</b>	<b>222</b>	<b>290</b>	<b>400</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净	108	171	222	290	400

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>资产总计</b>	<b>22,358</b>	<b>29,186</b>	<b>40,231</b>	<b>58,101</b>	<b>87,053</b>
货币资金	11,738	17,239	28,025	45,560	74,067
现金及存放中央银行款项	0	0	0	0	0
发放贷款及垫款	0	0	0	0	0
交易性金融资产	15	42	72	123	211
衍生金融资产	0	0	0	0	0
买入返售金融资产	0	0	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2	5	6	8	11
<b>负债总计</b>	<b>21,956</b>	<b>28,170</b>	<b>39,425</b>	<b>57,226</b>	<b>86,068</b>
短期借款	10,029	13,099	19,942	30,358	46,217
交易性金融负债	0	109	33	33	33
卖出回购金融资产款	0	0	0	0	0
代理买卖证券款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
<b>所有者权益</b>	<b>402</b>	<b>1,017</b>	<b>807</b>	<b>875</b>	<b>985</b>
股本	56	151	151	151	151
归属于母公司所有者权益	402	1,017	807	875	985
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>负债及所有者权益合计</b>	<b>22,358</b>	<b>29,186</b>	<b>40,231</b>	<b>58,101</b>	<b>87,053</b>

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要财务指标

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力 (%)</b>					
营业收入	(29)	18	22	23	23
营业利润	117	35	42	34	40
归属于母公司净利润	111	59	30	31	38
<b>偿债能力及营运能力 (%)</b>					
资产负债率	0.98	0.97	0.98	0.98	0.99
净负债比率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要财务指标

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>盈利能力 (%)</b>					
净资产收益率	27	17	27	33	41
净利率	3	5	5	5	6
总资产净利率	0.00	0.01	0.01	0.00	0.00
<b>每股指标及估值比率</b>					
每股收益(元)	1.94	1.13	1.47	1.93	2.65
每股净资产(元)	7.24	6.75	5.35	5.81	6.54

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

普路通(002769.CH/人民币 66.48, 买入)

怡亚通(002183.CH/人民币 30.34, 未有评级)

华铁科技(603300.CH/人民币 38.74, 未有评级)

渤海金控(000415.CH/人民币 6.82, 未有评级)

瑞茂通(600180.CH/人民币 16.70, 未有评级)

以 2016 年 4 月 8 日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级 (NR) 。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371